

2

ÉDITORIAL

États-Unis : un sentiment de malaise
(2^e partie)

4

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés
(change, bourse, taux, matières
premières, etc.).

6

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données
économiques : PMI, États-Unis,
Allemagne, Italie

13

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques
et financières.

14

CALENDRIER

Les principaux indicateurs de la
semaine passée et les plus attendus de
la semaine à venir.

16

DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques
commentés, vidéos et podcasts des
Études économiques.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉTATS-UNIS: UN SENTIMENT DE MALAISE (2E PARTIE)

Les dernières données économiques envoient des signaux contradictoires à propos des perspectives de l'économie américaine. D'après une enquête des directeurs financiers des entreprises américaines, ces derniers s'inquiètent de plus en plus. De plus, le nowcast de la Fed d'Atlanta prévoit une contraction du PIB réel au deuxième trimestre. Or, deux trimestres successifs de croissance négative suffisent habituellement pour parler de récession. Néanmoins, le marché du travail demeure solide et la plupart des indicateurs du Comité de datation du cycle économique du NBER restent orientés à la hausse. Autrement dit, il n'existe pas de risque imminent de récession.

Dans une récente enquête, les directeurs financiers des entreprises américaines ont exprimé leurs préoccupations concernant les perspectives de l'économie américaine. Ainsi, 20,8 % d'entre eux s'attendent à une contraction du PIB au cours des quatre prochains trimestres¹.

La nervosité s'empare également des opérateurs de marchés pour qui « une bonne nouvelle peut en cacher une mauvaise ». Les derniers chiffres du marché du travail ont été particulièrement robustes, ce qui a fait bondir les rendements obligataires et provoqué un raffermissement du dollar et un repli des contrats à terme sur actions (graphique 1). Les marchés anticipent, en effet, la possibilité d'un resserrement monétaire par la Réserve fédérale américaine plus important que prévu. Dans un tel scénario, la réaction des actions reflète l'impact de la hausse des taux sans risque, mais également un malaise face aux conséquences de relèvements de taux plus agressifs, en termes de risque de récession et de perspectives de croissance bénéficiaire.

Peut-être la vigueur actuelle de l'économie américaine est-elle surestimée. Le nowcast de la Fed d'Atlanta pour le PIB au deuxième trimestre indique un taux de croissance annualisé négatif par rapport au trimestre précédent de -1,2 %. Au cours du trimestre, le repli de l'indice ISM manufacturier a contribué dans une large mesure à expliquer la baisse du nowcast (graphique 2)².

Pour évaluer la qualité du signal d'un nowcast, il est important de tenir compte des erreurs de prévision. Le graphique 3 montre que jusqu'au chiffre du quatrième trimestre 2019, les erreurs de prévision du PIB oscillaient dans une fourchette relativement étroite. Sans surprise, les choses ont changé avec la pandémie de Covid-19, qui a conduit à de fortes fluctuations de l'activité et à d'importantes erreurs de prévision³. Compte tenu du dernier nowcast, il faudrait une erreur de prévision très nette pour que la croissance soit positive. La croissance au premier trimestre étant négative (-1,6 %), un résultat similaire au second impliquerait, selon la définition la plus courante, que la condition relative à l'entrée en récession – i.e. deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB réel – soit remplie.

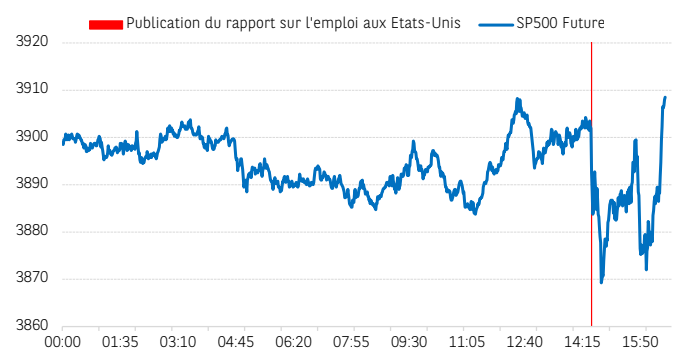
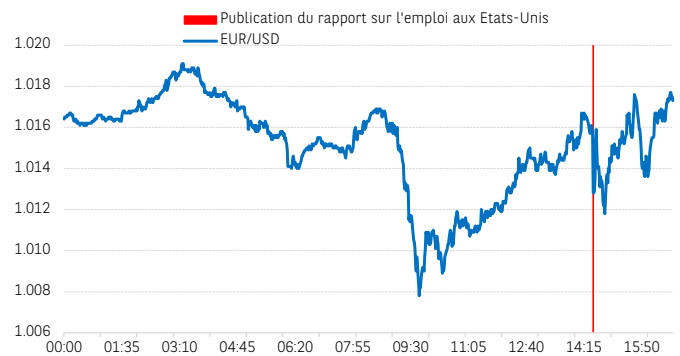
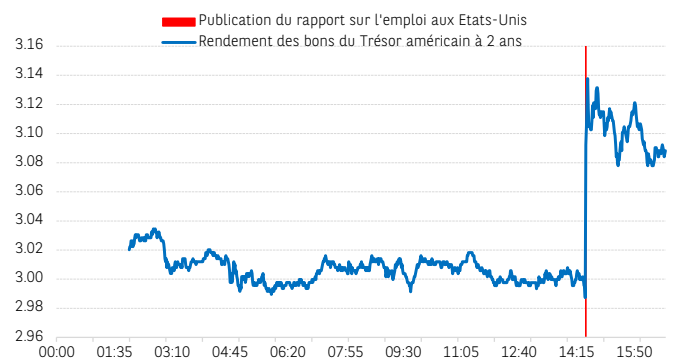
Cependant, le Comité de datation du cycle économique du *National Bureau of Economic Research* (NBER), qui détermine les pics et les creux de l'activité économique, prend en considération un ensemble de variables disponibles chaque mois au lieu de tenir compte exclusivement du PIB, dont les données sont publiées tous les trimestres. De plus, il tient compte de la gravité du ralentissement économique.

1 Pour une analyse détaillée, voir : *Etats-Unis : un sentiment de malaise*, Ecoweek, 4 juillet 2022, BNP Paribas.

2 Pour une quantification de l'impact des différentes publications de données sur le nowcast du PIB, voir : <https://www.atlantafed.org/-/media/documents/cqer/researchcq/gdpnow/RealGDPTrackingSlides.pdf>

3 L'erreur de prévision correspond à la différence entre l'estimation préliminaire de la croissance du PIB réel et le dernier nowcast du PIB disponible au moment où l'estimation préliminaire a été publiée. Les prévisions sont disponibles à partir du nowcast du T2 2014. L'écart-type de l'erreur de prévision est de 0,60 % pour les données du PIB couvrant la période du T2 2014 au T4 2019. L'élargissement de l'échantillon jusqu'au T1 2022 donne un écart-type de 1,33 %.

MARCHÉS AMÉRICAINS : DONNÉES INTRA-JOURNALIÈRES (AU 8 JUILLET 2022)

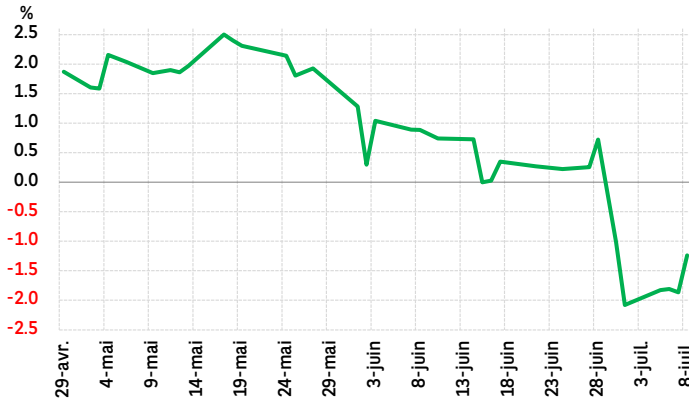


GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



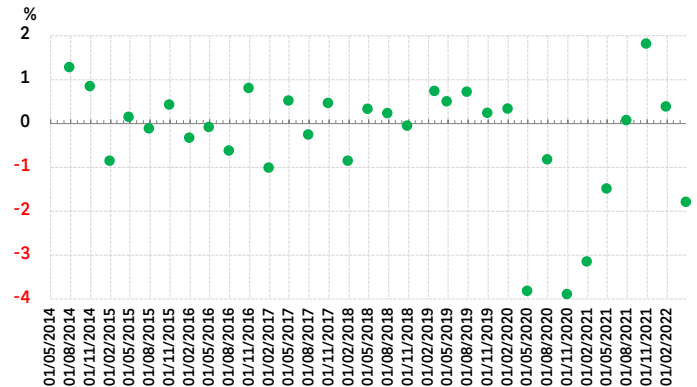
ESTIMATION EN TEMPS RÉEL DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL AMÉRICAIN POUR LE T2 2022



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE D'ATLANTA, BNP PARIBAS

ERREUR DE L'ESTIMATION EN TEMPS RÉEL DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL AMÉRICAIN



GRAPHIQUE 3

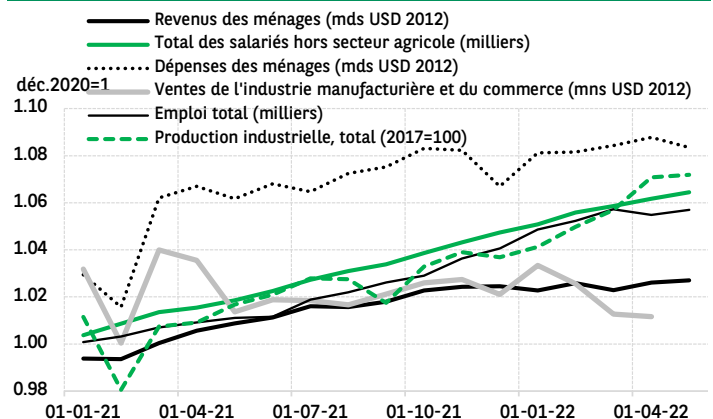
SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE D'ATLANTA, BNP PARIBAS

Pour être qualifié de récession, le repli doit être significatif, de sorte qu'une baisse relativement modérée du PIB réel sur deux mois consécutifs n'en serait pas une⁴. Pour éviter toute révision, le comité NBER préfère attendre suffisamment longtemps avant de déterminer le début ou la fin d'une récession. Par conséquent, au moment où une récession est officiellement qualifiée de telle, l'économie américaine est dans cette situation depuis déjà un certain temps. Aussi est-il recommandé de suivre l'évolution des six indicateurs surveillés de près par le Comité NBER (graphique 4). À l'exception des ventes de l'industrie manufacturière et du commerce, en repli depuis trois mois consécutifs, tous les indicateurs restent orientés à la hausse. Autrement dit, il n'existe pas encore de risque imminent de récession.

William De Vijlder

4 « La définition traditionnelle d'une récession, selon le NBER, est la suivante : il s'agit d'un repli significatif de l'activité économique qui s'étend à l'ensemble de l'économie et qui dure plus de quelques mois. Selon le Comité, si chacun des trois critères - gravité, diffusion et durée — doit être rempli dans une certaine mesure, des conditions extrêmes révélées par un seul critère peuvent partiellement compenser des indications plus faibles fournies par un autre ». (Source : NBER).

INDICATEURS NBER DU COMITÉ DE DATATION DES CYCLES ÉCONOMIQUES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : FRED, BNP PARIBAS



Le marché du travail demeure solide et la plupart des indicateurs du Comité de datation du cycle économique du NBER restent orientés à la hausse. Autrement dit, il n'existe pas de risque imminent de récession.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 1-7-22 au 8-7-22

➤ CAC 40	5 931	▶ 6 033	+1.7 %		
➤ S&P 500	3 825	▶ 3 899	+1.9 %		
➤ Volatilité (VIX)	26.7	▶ 24.6	-2.1 pb		
➤ Euribor 3m (%)	-0.18	▶ -0.09	+8.9 pb		
➤ Libor \$ 3m (%)	2.29	▶ 2.42	+13.0 pb		
➤ OAT 10a (%)	1.61	▶ 1.71	+9.4 pb		
➤ Bund 10a (%)	1.23	▶ 1.30	+6.3 pb		
➤ US Tr. 10a (%)	2.90	▶ 3.10	+19.7 pb		
➤ Euro vs dollar	1.04	▶ 1.02	-2.1 %		
➤ Or (once, \$)	1 808	▶ 1 746	-3.4 %		
➤ Pétrole (Brent, \$)	111.7	▶ 107.2	-4.1 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 22		+bas 22	
€ BCE	0.00	0.00	le 03/01	0.00	le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01
Euribor 3m	-0.09	-0.09	le 08/07	-0.58	le 05/01
Euribor 12m	0.97	1.12	le 17/06	-0.50	le 05/01
\$ FED	1.75	1.75	le 16/06	0.25	le 03/01
Libor 3m	2.42	2.43	le 07/07	0.21	le 03/01
Libor 12m	3.64	3.67	le 16/06	0.58	le 03/01
£ Bque Angl	1.25	1.25	le 16/06	0.25	le 03/01
Libor 3m	1.76	1.76	le 08/07	0.26	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01

Au 8-7-22

Rendements (%)		+haut 22		+bas 22	
€ Moy. 5-7a	1.51	2.21	le 15/06	-0.04	le 03/01
Bund 2a	0.53	1.02	le 14/06	-0.83	le 04/03
Bund 10a	1.30	1.76	le 21/06	-0.14	le 24/01
OAT 10a	1.71	2.17	le 21/06	0.15	le 04/01
Corp. BBB	3.63	4.02	le 21/06	0.90	le 05/01
\$ Treas. 2a	3.16	3.43	le 14/06	0.70	le 04/01
Treas. 10a	3.10	3.48	le 14/06	1.63	le 03/01
High Yield	8.88	9.09	le 30/06	5.07	le 03/01
£ Gilt. 2a	2.12	2.38	le 21/06	0.69	le 03/01
Gilt. 10a	2.23	2.62	le 21/06	0.97	le 03/01

Au 8-7-22

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22		+bas 22		2022
USD	1.02	1.15	le 10/02	1.02	le 07/07	-10.5%
GBP	0.85	0.87	le 14/06	0.83	le 14/04	+0.8%
CHF	0.99	1.06	le 10/02	0.99	le 06/07	-4.1%
JPY	138.43	143.95	le 22/06	125.37	le 04/03	+5.7%
AUD	1.48	1.62	le 04/02	1.43	le 05/04	-5.3%
CNY	6.82	7.29	le 10/02	6.82	le 07/07	-5.9%
BRL	5.38	6.44	le 06/01	5.01	le 21/04	-15.1%
RUB	64.24	164.76	le 07/03	56.01	le 29/06	-24.7%
INR	80.63	85.96	le 11/02	80.30	le 05/05	-4.6%

Au 8-7-22 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22		+bas 22		2022	2022(€)
Pétrole, Brent	107.2	128.2	le 08/03	79.0	le 03/01	+36.7%	+52.8%
Or (once)	1 746	2 056	le 08/03	1 739	le 06/07	-4.2%	+7.1%
Métaux, LME	3 735	5 506	le 07/03	3 646	le 06/07	-17.0%	-7.3%
Cuivre (tonne)	7 795	10 702	le 04/03	7 506	le 06/07	-20.0%	-10.5%
Blé (tonne)	318	4.7	le 17/05	281	le 14/01	+33.8%	+49.6%
Maïs (tonne)	280	3.2	le 28/06	226	le 03/01	+22.6%	+37.0%

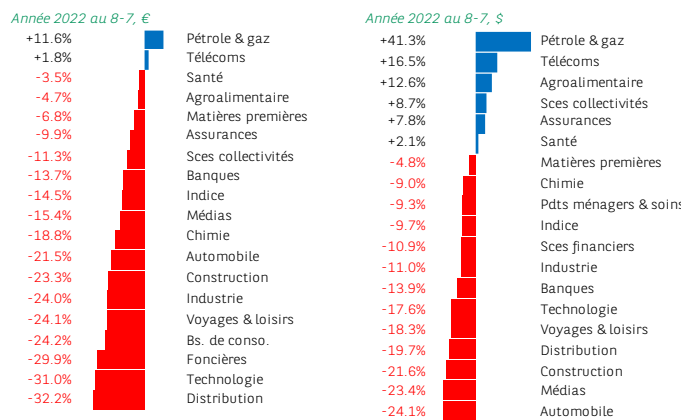
Au 8-7-22 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22		+bas 22		2022
Monde						
MSCI Monde	2 604	3 248	le 04/01	2 486	le 17/06	-19.4%
Amérique du Nord						
S&P500	3 899	4 797	le 03/01	3 667	le 16/06	-18.2%
Europe						
EuroStoxx50	3 507	4 392	le 05/01	3 360	le 05/07	-18.4%
CAC 40	6 033	7 376	le 05/01	5 795	le 05/07	-15.7%
DAX 30	13 015	16 272	le 05/01	12 401	le 05/07	-18.1%
IBEX 35	8 100	8 934	le 27/05	7 645	le 07/03	-7.0%
FTSE100	7 196	7 672	le 10/02	6 959	le 07/03	-2.5%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 064	1 165	le 05/01	1 024	le 08/03	-6.8%
Nikkei	26 517	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-7.9%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 000	1 267	le 12/01	981	le 06/07	-18.9%
Chine	73	86	le 20/01	59	le 15/03	-11.2%
Inde	731	891	le 13/01	699	le 17/06	-7.7%
Bésil	1 410	2 003	le 04/04	1 351	le 06/07	-6.7%

Au 8-7-22 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

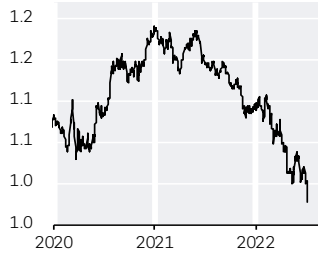


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

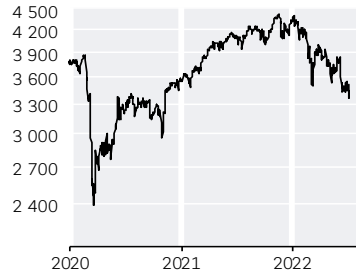


REVUE DES MARCHÉS

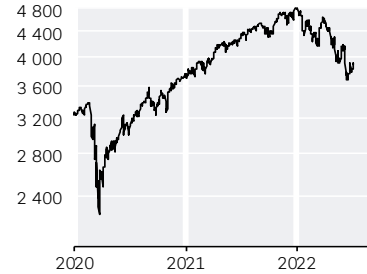
EURO-DOLLAR



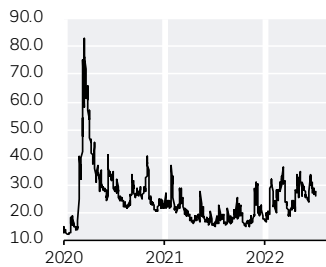
EUROSTOXX50



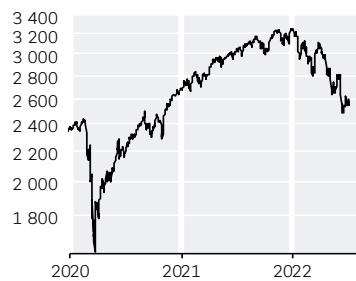
S&P500



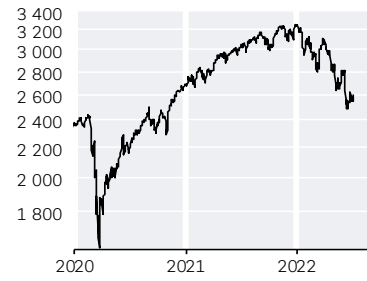
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



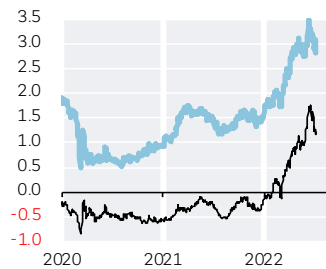
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

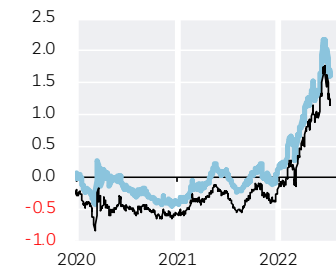


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



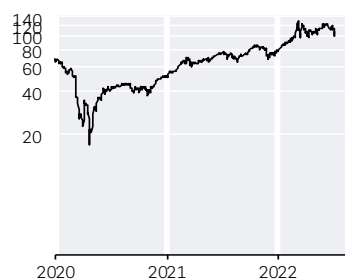
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

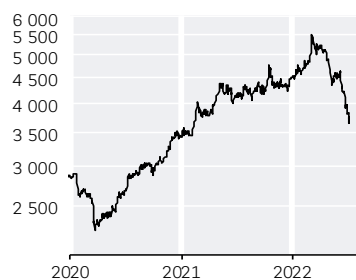
Année 2022 au 8-7

3.31%	Grèce	201 pb
3.28%	Italie	198 pb
2.42%	Espagne	112 pb
2.30%	Portugal	100 pb
1.98%	Belgique	68 pb
1.91%	Autriche	61 pb
1.89%	Finlande	59 pb
1.71%	France	41 pb
1.68%	P-Bas	38 pb
1.45%	Irlande	15 pb
1.30%	Allemagne	

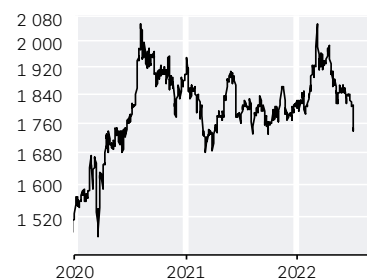
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



INDICES PMI : RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE, ALLÈGEMENT DES TENSIONS INFLATIONNISTES

La tendance à la baisse du PMI manufacturier mondial s'est poursuivie en juin. L'indice a reculé aux États-Unis comme dans la zone euro, respectivement, à 52,7 et 52,1, s'approchant du seuil fatidique des 50. On observe un repli dans tous les pays de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles. Les chiffres ont également baissé au Royaume-Uni et au Japon. L'indice a progressé en Australie, au Mexique et, en particulier, en Chine.

Le reflux des nouvelles commandes du secteur manufacturier s'est également poursuivi et il est plus prononcé que celui de l'indice global. Les prises de commandes ont sensiblement baissé aux États-Unis et dans la zone euro en général ainsi qu'au niveau de chaque pays. Les chiffres sont particulièrement déprimés en Allemagne et en Italie. Les flux de commandes ont également baissé au Royaume-Uni et sont très faibles en République tchèque, en Pologne et en Turquie. Ils se sont nettement améliorés en Chine. Concernant les nouvelles commandes à l'exportation, la situation est encore pire que pour les commandes en général. Dans un tel contexte, la résilience des données sur l'emploi a été un soulagement. Les chiffres ont marqué un fléchissement en juin, mais ces derniers mois la baisse a été plus limitée que pour l'indice global ou pour les nouvelles commandes. La composante emploi du PMI se maintient à un niveau élevé. Principale exception, la Pologne, qui a enregistré un recul significatif en juin, ramenant l'indice à 47,6. Malgré l'amélioration de l'indice global, la composante «emploi» pour la Chine n'a guère bougé. Les délais de livraison continuent de raccourcir, mais ils restent particulièrement longs. Le rythme de progression est lent. La plus forte amélioration enregistrée en juin est celle observée en Chine.

La composante «prix des intrants» du PMI manufacturier, autre mesure d'évaluation des tensions sur les prix, a enregistré une nouvelle baisse en juin au niveau mondial et, de manière assez significative aux États-Unis et dans la zone euro. Cependant, le solde net des entreprises confrontées à une hausse des prix des intrants reste élevé. Il en va de même des prix à la production manufacturière : les entreprises sont moins nombreuses à relever leurs prix, mais elles continuent, pour une grande majorité, à le faire. L'indice PMI des services a poursuivi son repli aux États-Unis, dans la zone euro et ses pays membres. Il a progressé au Royaume-Uni, mais le niveau reste bien inférieur à celui du mois d'avril. La situation s'est également améliorée au Japon, au Brésil et, en particulier, en Chine, pour les mêmes raisons que celles indiquées plus haut (levée des restrictions à la mobilité). L'évaluation des nouvelles affaires s'est dégradée en juin, en particulier aux États-Unis, mais le repli a également été significatif dans la zone euro et ses pays membres ainsi qu'au Royaume-Uni. La situation a évolué en sens inverse au Brésil et, encore plus, en Chine où les résultats se sont améliorés. La composante «emploi» du PMI des services s'inscrivait de nouveau en retrait en juin, mais les données sont plus résilientes que pour l'indice global des services. L'Allemagne et l'Italie, qui ont accusé un repli en juin, constituent les principales exceptions. Les embauches ont évolué à la hausse au Brésil, en Chine et en Inde. Les tensions sur les prix des intrants ont baissé aux États-Unis, mais elles se sont légèrement renforcées dans la zone euro. Les prix à la production ont considérablement chuté aux États-Unis et ont diminué dans la zone euro. On observe un repli significatif en France.

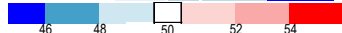
William De Vijlder

PMI MANUFACTURIER

	Marchés développés																	Marchés émergents																	
	A. Nord		Europe										Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie									
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	Pologne	Russie	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
sept-21	54.1	57.0	60.7	58.6	62.8	65.1	55.0	58.4	58.4	60.3	59.7	62.0	58.1	67.6	57.1	51.2	51.8	51.5	50.8	54.4	48.6	58.0	53.4	49.8	52.5	48.9	46.9	58.6	54.7	53.3	50.0	51.7	53.7	52.2	40.2
oct-21	54.2	57.7	58.4	58.3	60.6	71.2	53.6	57.8	58.9	62.1	61.1	62.5	57.4	65.7	57.8	50.4	54.7	53.2	50.8	51.7	49.3	55.1	53.8	51.6	51.2	48.7	46.6	57.7	53.6	55.7	50.6	50.8	55.9	57.2	52.1
nov-21	54.2	57.2	58.3	58.4	58.1	67.3	55.9	57.4	58.8	59.9	62.8	60.7	57.1	63.8	58.1	54.8	51.3	54.5	50.6	49.8	49.4	57.1	54.4	51.7	52.0	48.7	46.1	56.9	57.2	55.9	49.9	52.6	57.6	53.9	52.2
déc-21	54.3	56.5	57.7	58.0	58.7	63.4	55.6	57.4	59.0	58.3	62.0	58.7	56.2	64.2	57.9	53.8	54.3	50.7	49.8	49.4	59.1	56.1	51.6	52.1	49.0	46.7	53.9	54.1	55.6	50.9	50.8	55.5	53.5	52.5	
janv-22	53.2	56.2	55.5	58.7	61.5	59.7	55.5	59.8	57.9	59.4	58.3	60.1	56.2	63.8	57.3	48.4	52.2	55.4	50.6	47.8	46.1	59.0	54.5	51.8	50.5	47.9	47.1	53.2	57.1	54.1	49.1	48.9	54.0	53.7	53.7
févr-22	53.7	56.6	57.3	58.2	58.4	50.8	57.2	58.4	57.8	57.8	58.3	60.6	56.9	62.6	58.0	53.2	53.4	52.7	50.2	49.6	48.0	56.5	54.7	48.6	50.4	48.1	47.5	56.2	58.6	54.8	50.4	42.9	54.9	51.2	54.3
mars-22	52.9	58.9	58.8	56.5	59.3	62.0	54.7	56.9	54.6	59.4	55.8	58.4	54.2	64.0	55.2	55.7	53.6	54.1	50.1	52.3	49.2	54.7	52.7	44.1	49.4	46.5	47.4	56.8	60.0	54.8	48.1	42.0	54.0	51.3	51.7
avr-22	52.3	56.2	59.2	55.5	57.9	63.2	55.7	54.6	54.8	59.1	54.5	59.9	53.3	62.5	55.8	58.5	51.2	53.5	50.3	51.8	49.3	54.4	52.4	48.2	49.2	46.9	47.9	55.7	50.7	54.6	48.0	51.7	54.7	51.9	51.7
mai-22	52.3	56.8	57.0	54.6	56.6	61.2	54.6	54.8	53.8	56.4	51.9	57.8	53.8	60.0	54.6	52.4	52.9	53.3	50.4	54.2	50.6	52.3	48.5	50.8	49.2	47.0	48.6	55.7	54.8	55.6	48.1	54.9	54.6	50.8	54.7
juin-22	52.2	54.6	52.7	52.1	51.2	71.3	51.4	52.0	51.1	53.1	50.9	55.9	52.6	59.1	52.8	54.0	52.7	50.3	54.1	52.2	49.0	44.4	50.9	48.1	45.2	49.1	57.0	52.2	54.8	51.7	52.4	53.9	50.2	54.0	

PMI MANUFACTURIER - NOUVELLES COMMANDES

	Marchés développés																	Marchés émergents																	
	A. Nord		Europe										Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie									
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	Pologne	Russie	TURQUIE	EGYPTE	ISRAËL	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
sept-21	51.0	53.8	54.9	55.8	57.8	50.5	56.3	56.7	55.1	58.6	59.6	54.7	49.7	51.9	50.5	51.2	48.9	45.2	54.4	49.1	45.2	54.9	46.3	52.2	48.1	52.8	49.0	52.6	47.7	49.1	51.5	44.5	27.4		
oct-21	50.6	55.6	50.4	55.4	54.3	50.3	56.2	56.2	51.7	60.9	57.0	52.3	49.5	46.1	50.3	51.0	48.1	45.0	49.8	49.2	44.4	53.9	44.4	48.9	48.3	54.8	44.9	51.2	48.1	48.9	52.7	49.6	51.5		
nov-21	51.3	53.7	51.0	54.9	51.3	52.2	54.2	56.0	51.6	60.7	56.1	54.1	49.0	54.6	52.8	50.9	50.5	44.5	52.1	48.5	50.1	51.6	50.7	44.5	45.7	56.2	48.5	51.6	49.9	47.9	51.7	48.6	51.9		
déc-21	51.3	53.9	51.0	54.1	52.9	52.7	53.0	54.9	51.5	60.0	55.0	52.1	49.2	49.2	51.1	51.0	53.3	49.5	54.4	50.8	49.1	51.7	54.9	46.3	47.2	51.7	45.8	50.6	49.9	50.3	51.3	53.1	54.0		
janv-22	49.7	52.7	49.8	54.2	59.4	52.6	54.0	53.5	54.3	54.4	57.6	53.3	50.4	45.1	52.1	51.0	46.5	45.9	53.3	51.4	51.9	49.0	51.2	38.9	48.5	49.1	48.0	50.5	46.5	45.3	51.1	54.2	56.2		
févr-22	51.0	48.5	53.4	55.0	55.7	52.4	56.4	52.8	54.2	54.1	58.8	53.3	49.1	42.6	50.6	50.6	50.7	46.6	52.0	53.3	47.5	51.2	48.3	44.0	48.6	48.9	48.6	51.6	48.3	37.5	51.6	52.9	55.7		
mars-22	48.1	51.9	54.9	49.7	55.5	45.8	49.1	49.1	53.4	51.5	53.7	46.4	49.4	58.3	46.5	50.7	49.0	46.9	46.5	43.0	31.1	50.4	46.4	44.7	48.3	52.0	48.9	51.4	44.5	38.9	48.4	52.3	53.1		
avr-22	48.3	51.8	58.4	49.0	52.7	46.5	47.1	50.9	52.7	50.1	56.3	49.9	47.7	47.7	47.1	50.9	47.7	51.9	48.3	45.3	36.1	49.3	46.9	49.6	52.6	50.0	54.6	43.2	44.7	54.2	52.9	52.3			
mai-22	47.9	51.1	52.2	47.7	48.3	47.2	45.0	50.7	52.9	48.7	53.0	49.8	46.3	42.9	46.2	50.7	48.0	52.7	44.2	45.8	35.4	47.2	45.3	49.8	52.8	49.2	53.2	44.7	51.0	57.1	52.3	53.7			
juin-22	49.5	48.5	48.6	45.8	44.5	44.7	44.1	46.3	46.6	47.8	51.0	48.5	47.0	53.0	47.8	50.8	48.5	51.6	44.6	40.1	41.9	49.1	48.1	49.3	54.6	48.9	53.1	52.3	46.8	55.0	48.4	53.9			



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

PMI MANUFACTURIER - PRIX À LA PRODUCTION

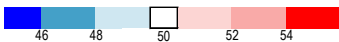
	Marchés développés																	Marchés émergents																
	A. Nord		Europe										Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie								
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS*	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
sept-21	60.9	67.7	73.9	70.4	73.0	57.0	66.7	73.3	67.7	69.3	68.4	74.9	64.8	71.9	74.2	54.9	59.1	59.1	66.3	48.6	70.6	71.4	57.2	61.6	52.2	50.9	51.1	48.7	48.7	53.7	52.0	54.3	51.3	
oct-21	63.7	67.1	76.4	72.6	73.3	78.4	66.1	75.6	77.2	70.2	71.5	78.4	68.8	74.2	56.6	56.6	56.6	67.2	51.0	71.8	75.2	58.5	67.2	54.6	51.3	53.7	49.0	49.0	53.1	52.3	54.0	54.7		
nov-21	61.3	65.8	73.6	73.7	71.1	63.9	68.2	76.3	76.5	71.7	73.4	79.5	70.7	74.0	56.1	56.1	56.1	66.2	48.8	72.3	71.4	58.4	78.3	54.3	51.9	52.6	48.5	48.5	52.6	52.1	54.0	59.3		
déc-21	59.8	63.7	70.5	70.2	70.4	60.0	62.7	70.9	72.8	69.9	73.2	76.6	69.6	74.3	55.9	55.9	55.9	65.9	52.6	70.9	72.2	59.8	79.9	53.5	53.4	52.6	49.0	49.0	54.8	51.0	53.7	55.3		
janv-22	60.9	62.3	68.9	72.7	68.0	60.1	71.7	74.7	74.9	66.3	73.5	73.5	71.1	70.9	59.1	59.1	59.1	62.1	52.9	78.1	73.7	60.4	71.7	51.7	53.7	52.1	49.2	49.2	53.0	51.7	53.8	52.5		
févr-22	61.3	62.4	70.9	71.8	67.5	61.2	68.0	74.3	73.6	70.3	70.0	73.6	71.4	69.9	58.2	58.2	58.2	60.7	52.8	70.3	68.8	62.8	66.3	51.2	51.7	50.1	49.5	49.5	49.8	51.0	53.5	54.3		
mars-22	62.3	70.8	69.7	74.2	72.5	66.5	71.3	75.6	77.8	72.8	73.5	80.0	71.4	71.3	58.8	58.8	58.8	68.5	53.1	73.3	78.5	77.8	68.7	51.5	52.5	53.8	49.8	49.8	51.5	52.2	56.5	58.2		
avr-22	63.8	69.8	76.3	77.3	79.2	62.4	71.8	79.3	75.8	77.5	77.0	82.5	73.6	78.8	62.5	62.5	62.5	65.0	54.6	74.9	80.1	72.5	66.8	51.0	53.1	53.4	50.5	50.5	54.0	54.1	56.6	58.4		
mai-22	61.5	68.0	73.9	76.2	76.6	57.3	70.2	79.1	76.2	78.6	72.7	81.4	72.8	76.1	61.4	61.4	61.4	66.2	54.2	73.7	71.7	51.7	62.6	52.4	54.3	52.8	48.8	48.8	51.5	54.4	55.3	56.3		
juin-22	60.5	65.9	71.1	70.9	71.1	75.4	66.9	73.7	68.4	68.4	69.2	73.2	68.6	72.1	62.7	62.7	62.7	66.7	53.8	69.5	65.6	48.9	62.1	61.8	54.9	53.3	48.2	48.2	53.0	53.2	54.7	55.9		

PMI SERVICES

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
sept-21	53.8	54.9	56.4	56.2	56.2	63.7	55.5	56.9	55.4	45.7	47.8	54.6	50.5	46.9	53.4	51.7	55.2
oct-21	55.6	58.7	54.6	56.6	52.4	63.4	52.4	56.6	59.1	47.6	50.7	54.9	48.8	46.6	53.8	50.8	58.4
nov-21	55.6	58.0	55.9	57.4	52.7	59.3	55.9	59.8	58.5	49.6	53.0	53.6	47.1	46.1	52.1	52.6	58.1
déc-21	54.7	57.6	53.1	57.0	48.7	55.4	53.0	55.8	53.6	52.1	53.6	49.5	46.7	53.1	50.8	55.5	
janv-22	51.0	51.2	51.1	53.1	52.2	56.2	48.5	46.6	54.1	56.2	47.6	52.8	49.8	47.1	51.4	48.9	51.5
févr-22	54.0	56.5	55.5	55.5	55.8	61.8	52.8	56.6	60.5	60.0	44.2	54.7	52.1	47.5	50.2	42.9	51.8
mars-22	53.4	58.0	55.6	57.4	56.1	63.4	52.1	53.4	62.6	56.2	49.4	58.1	38.1	47.4	42.0	42.0	53.6
avr-22	52.2	55.6	57.7	58.9	57.6	61.7	55.7	57.1	58.9	57.8	50.7	60.6	44.5	47.9	36.2	51.7	57.9
mai-22	52.2	53.4	56.1	58.3	55.0	60.2	53.7	56.5	53.4	49.2	52.6	58.6	48.5	48.6	41.4	54.9	58.9
juin-22	51.6	53.0	53.9	52.4	55.6	51.6	54.0	54.3	54.0	54.0	60.8	51.7	49.1	54.5	52.4	59.2	

PMI SERVICES - NOUVEAUX CONTRATS

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
sept-21	53.8	54.9	56.4	56.2	56.2	63.7	55.5	56.9	55.4	45.7	47.8	54.6	50.5	46.9	53.4	51.7	55.2
oct-21	55.6	58.7	54.6	56.6	52.4	63.4	52.4	56.6	59.1	47.6	50.7	54.9	48.8	46.6	53.8	50.8	58.4
nov-21	55.6	58.0	55.9	57.4	52.7	59.3	55.9	59.8	58.5	49.6	53.0	53.6	47.1	46.1	52.1	52.6	58.1
déc-21	54.7	57.6	53.1	57.0	48.7	55.4	53.0	55.8	53.6	52.1	53.6	49.5	46.7	53.1	50.8	55.5	
janv-22	51.0	51.2	51.1	53.1	52.2	56.2	48.5	46.6	54.1	56.2	47.6	52.8	49.8	47.1	51.4	48.9	51.5
févr-22	54.0	56.5	55.5	55.5	55.8	61.8	52.8	56.6	60.5	60.0	44.2	54.7	52.1	47.5	50.2	42.9	51.8
mars-22	53.4	58.0	55.6	57.4	56.1	63.4	52.1	53.4	62.6	56.2	49.4	58.1	38.1	47.4	42.0	42.0	53.6
avr-22	52.2	55.6	57.7	58.9	57.6	61.7	55.7	57.1	58.9	57.8	50.7	60.6	44.5	47.9	36.2	51.7	57.9
mai-22	52.2	53.4	56.1	58.3	55.0	60.2	53.7	56.5	53.4	49.2	52.6	58.6	48.5	48.6	41.4	54.9	58.9
juin-22	51.6	53.0	53.9	52.4	55.6	51.6	54.0	54.3	54.0	54.0	60.8	51.7	49.1	54.5	52.4	59.2	



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



PMI SERVICES - EMPLOI

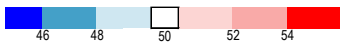
	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	JAPON	BRÉSIL	RUSSIE	CHINE	INDE
sept-21	51.7	50.3	54.1	54.9	55.6	56.8	51.6	51.7	57.4	51.6	53.7	50.3	50.6	50.4
oct-21	53.1	53.7	55.4	57.4	56.4	57.6	51.9	54.2	58.6	50.4	53.3	49.1	50.5	51.5
nov-21	53.1	54.1	55.4	55.9	56.2	55.7	53.2	55.4	57.0	49.8	54.4	50.1	50.7	50.2
déc-21	51.7	51.3	53.6	55.1	53.5	54.0	51.3	53.5	56.2	49.6	53.1	49.1	51.0	49.0
janv-22	51.7	53.0	53.3	53.0	54.9	55.6	51.6	52.0	56.1	48.7	51.5	48.7	49.2	48.9
févr-22	52.9	55.1	53.6	53.7	54.3	55.5	50.7	55.1	57.8	50.2	54.3	48.1	49.7	47.7
mars-22	53.9	56.5	54.8	56.1	54.5	58.2	52.8	55.1	58.4	50.4	56.6	45.9	49.9	49.6
avr-22	54.0	56.9	54.8	56.2	54.2	57.6	54.5	53.0	56.5	51.5	57.1	46.2	49.3	50.8
mai-22	54.0	56.8	55.9	57.1	55.3	58.5	54.6	55.8	56.5	51.7	58.5	47.3	48.5	49.4
juin-22	53.8	56.2	54.0	56.3	52.8	56.4	51.9	54.7	56.8	50.7	59.9	49.0	49.6	50.6

PMI SERVICES - PRIX DES ENTRANTS

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRÉSIL	RUSSIE	CHINE	INDE
sept-21	65.2	74.1	65.2	63.9	67.9	70.8	60.9	65.2	73.5	64.5	54.0	73.2	63.1	53.0	55.7
oct-21	65.4	71.7	67.5	66.5	70.0	73.1	62.7	68.3	78.7	73.6	54.7	72.6	64.7	53.6	57.5
nov-21	68.5	75.7	71.4	67.5	73.9	72.6	69.5	75.4	82.0	65.3	57.7	74.4	64.9	55.6	57.6
déc-21	68.1	77.4	69.6	67.2	70.4	71.5	68.7	73.0	77.0		58.2	65.9	65.8	54.3	57.0
janv-22	66.3	71.9	70.9	69.6	72.0	70.1	69.9	72.1	79.7	66.1	57.1	69.3	65.6	54.5	58.1
févr-22	67.3	74.8	72.2	67.9	73.7	74.2	73.1	75.2	81.5	66.0	57.8	66.7	64.9	52.5	57.3
mars-22	70.2	76.7	79.6	78.3	78.5	83.6	80.3	83.2	81.6	77.5	57.7	70.9	81.3	54.2	59.7
avr-22	71.5	79.6	78.7	76.0	81.9	82.2	75.7	79.3	82.4	77.8	61.4	73.7	77.1	53.7	62.1
mai-22	71.7	81.1	77.4	78.1	80.3	82.4	71.5	75.6	85.8	68.7	62.7	78.2	70.0	52.4	62.5
juin-22		73.0	77.9	79.2	80.4	82.1	71.4	77.0	84.5		64.6	77.7	67.7	50.2	61.0

PMI SERVICES : PRIX À LA PRODUCTION

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	JAPON	BRÉSIL	RUSSIE	CHINE	INDE
sept-21	57.1	62.4	55.1	53.9	59.6	58.2	49.7	53.1	61.6	50.3	60.7	56.4	51.7	50.5
oct-21	59.0	66.5	55.8	53.8	60.2	61.0	51.1	54.4	62.0	51.3	60.9	56.7	52.9	53.0
nov-21	58.8	66.2	57.8	54.7	62.2	60.6	54.8	56.6	62.4	50.1	60.0	56.4	51.4	52.5
déc-21	58.7	66.0	57.2	55.4	61.3	60.0	53.3	55.5	61.2	51.5	57.0	56.0	51.3	51.5
janv-22	59.2	66.3	57.9	58.5	60.6	59.0	53.1	56.1	62.6	50.3	57.5	59.5	51.8	52.0
févr-22	59.6	67.0	58.8	57.9	61.7	61.1	54.0	59.8	64.5	49.7	57.2	59.2	51.4	51.0
mars-22	61.0	67.8	62.6	59.9	68.4	66.3	54.7	63.6	67.8	50.3	61.1	67.3	50.9	51.9
avr-22	63.4	74.2	65.2	61.4	74.3	66.9	56.3	61.5	67.6	50.0	62.9	64.8	48.5	53.7
mai-22	61.2	67.1	64.6	64.3	70.9	66.7	55.5	61.3	67.9	52.1	64.8	61.7	50.7	53.3
juin-22	59.5	62.9	63.2	60.8	69.3	65.3	57.2	60.2	67.5	53.3	66.4	55.8	50.3	53.9



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



ÉTATS-UNIS : SÉRIE NOIRE POUR LES ENQUÊTES DE CONFIANCE

Les différentes enquêtes d'activité et de confiance sont unanimes : le ralentissement de l'économie américaine prend de l'ampleur. Le PMI Flash composite notamment baisse significativement en juin (-2,4 points par rapport à mai) et s'établit à 51,2 points.

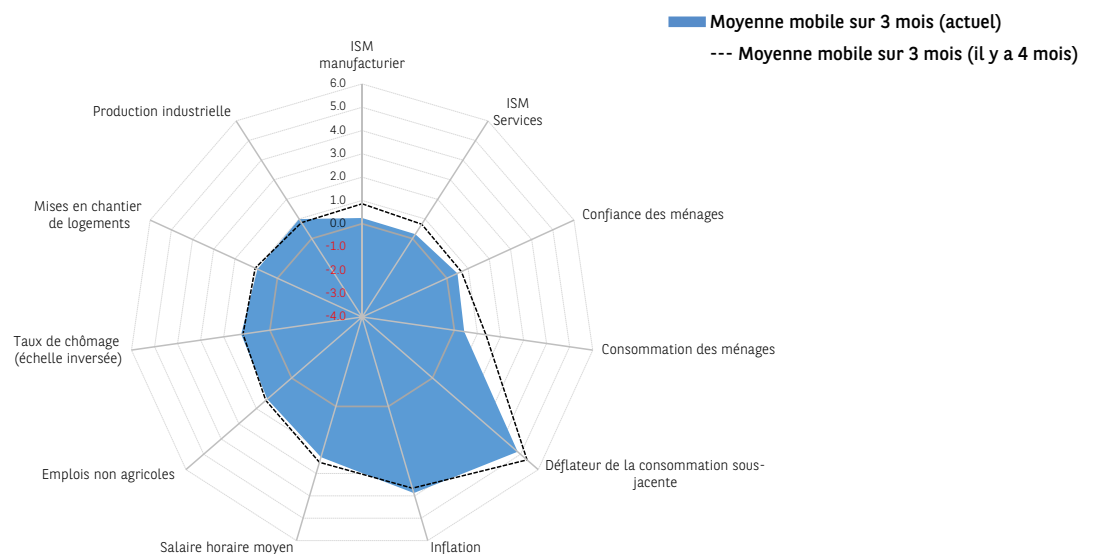
Du côté des enquêtes auprès des consommateurs, la confiance continue de diminuer fortement : l'indice de l'Université du Michigan a plongé de 9,5 points en juin (une baisse cumulée de 17 points depuis janvier) et l'indice du *Conference Board*, plus résistant jusque-là, a finalement cédé et chuté de 3,5 points. La différence de dynamique tient principalement au périmètre des enquêtes. Le *Conference Board* interroge sur la situation générale de l'économie, notamment l'emploi et le marché du travail, dont la robustesse soutient l'indice. En revanche, l'enquête de l'Université du Michigan se concentre sur la situation financière des consommateurs, dont la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation affecte négativement, et fortement, l'indice.

Les résultats des enquêtes réalisées par les principales *Federal Reserve Banks* (FRB) régionales auprès des entreprises manufacturières font part d'une baisse marquée de l'activité mais différenciée selon les districts. Les entreprises signalent notamment une baisse des nouvelles commandes, particulièrement importante selon les enquêtes de réserves fédérales de Philadelphie et de Dallas. Cette baisse est à mettre, pour partie, sur le compte du coût des intrants, dont les entreprises répercutent la hausse sur leurs prix de vente qui sont particulièrement élevés. Néanmoins, l'inflexion des prix des intrants comme des prix de vente, déjà visible, devrait ralentir la dynamique des prix dans les prochains mois. Face aux incertitudes et à la détérioration des perspectives de demande, les entreprises revoient nettement à la baisse leurs perspectives d'investissement.

Seule note positive : le marché du travail reste robuste. Les perspectives d'embauches sont solides selon les différentes enquêtes des FRB, ce qui impliquerait la nécessité d'augmenter les salaires pour réussir à embaucher. Du côté de la perception des ménages, le marché du travail reste également tendu. Signe de ce dynamisme, ils n'ont guère de difficulté à trouver un emploi : le solde d'opinions correspondant de l'enquête du *Conference Board* est de nouveau en baisse en juin, après une légère augmentation en mai, et il s'établit à un niveau historiquement bas. Les derniers chiffres du *Bureau of Labor Statistics* (BLS) confirment cette robustesse avec une création nette de 372 000 emplois salariés non agricoles en juin, surprenant même favorablement les attentes.

Félix Berte

ÉTATS-UNIS : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ALLEMAGNE : LA FIN DU MODÈLE NÉO-MERCANTILISTE ?

L'Allemagne a enregistré pour la première fois depuis 1991 un déficit de sa balance commerciale au mois de mai 2022. Du fait d'une hausse des importations nettement plus importante que prévu (+2,7% m/m) et du recul inattendu des exportations (-0,5% m/m), le solde commercial allemand est passé en territoire négatif pour un montant de EUR 1 md. Pour rappel, l'Allemagne dégagait, un excédent mensuel de près de EUR 20 mds fin 2019. Cette dégradation du commerce extérieur devrait, en outre, se poursuivre. Les prévisions en temps réel de l'institut de Kiel indiquent que les exportations continueraient de se dégrader sur les deux prochains mois et que les importations progresseraient. Résultat, le déficit commercial est attendu à plus de EUR 4 mds fin juillet.

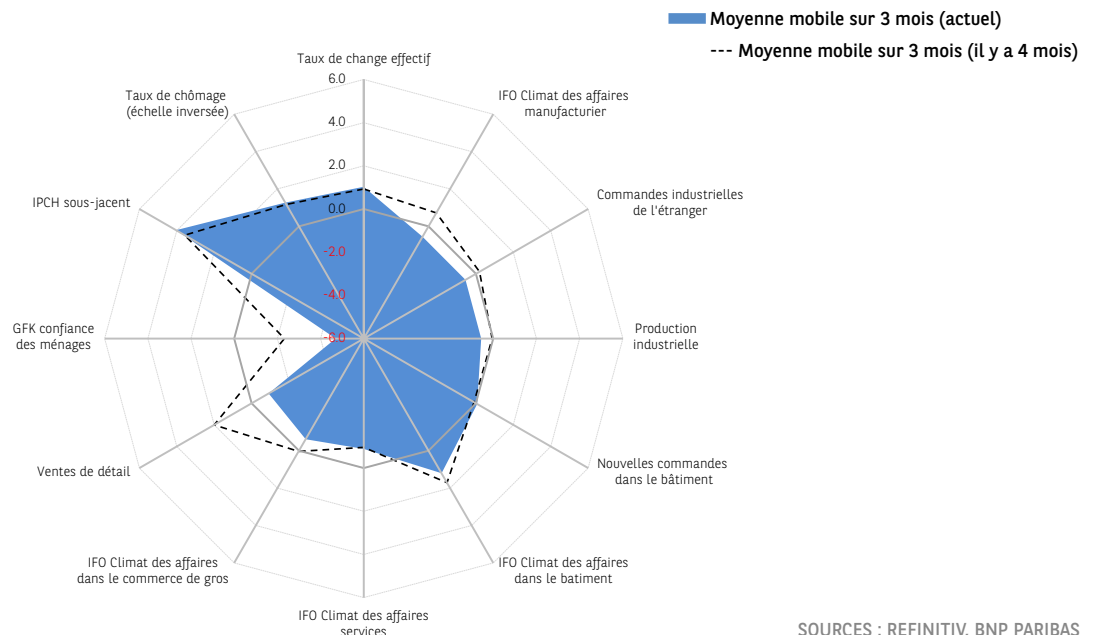
Jusqu'ici, ce sont la hausse des prix à l'importation, et plus généralement les contraintes d'offre, qui ont contribué à déséquilibrer le modèle néo-mercantiliste allemand. Toutefois, le manque de demande pourrait venir prendre le relais durant la seconde moitié de l'année 2022. Les directeurs d'achats industriels interrogés en juin par S&P Global au sujet de leurs carnets de commandes font état d'une dégradation sensible depuis plusieurs mois. Le solde des nouvelles commandes a perdu plus de 15 points depuis janvier 2022 (et -22 points sur un an). Il en va de même pour la demande anticipée par les chefs d'entreprises industrielles dans l'enquête mensuelle de l'IFO qui est en très net recul (-29 points en juin sur un an). Si, à l'heure actuelle, le remplissage des carnets de commande permet d'assurer plusieurs mois de production, l'affaiblissement de la demande risque de devenir le principal frein à l'activité des entreprises à mesure que les contraintes d'offre se desserreront.

Du côté de l'inflation, le léger recul observé en juin (+7,6% a/a après +7,9% a/a) s'explique en grande partie par les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire baisser le coût des transports en commun (un ticket unique de EUR 9 par mois a été instauré à compter du 1^{er} juin et offre l'accès à l'ensemble des trains, hors grandes lignes). Mais à côté de cette baisse administrée de l'inflation dans les services (+2,1% a/a contre +2,9% a/a en mai), l'inflation sur les biens a continué d'accélérer (+14 % a/a contre +13,6 % a/a en mai). À ce stade, rien n'indique que le pic d'inflation soit dépassé en Allemagne.

Les hausses de prix pèsent sur la consommation des ménages, notamment en biens, et aucun signe d'amélioration n'est décelable. Les ventes au détail ont peu rebondi au mois de mai (+0,6% m/m) après leur chute au mois d'avril (-5,4% m/m). La consommation totale des ménages devrait toutefois bénéficier de la normalisation des dépenses en services dont le potentiel de rattrapage reste très important (le chiffre d'affaires dans les services en avril demeure 25% inférieur à son niveau de fin 2019).

Anthony Morlet-Lavidalie

ALLEMAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

ITALIE : ATTENTION À LA RECHUTE

Si le PIB italien s'est maintenu au T1 (+0,1% t/t), notre baromètre indique clairement un assombrissement des perspectives économiques. Tandis que l'inflation s'est encore accentuée en juin, passant de 7,3 % à 8,5 % a/a, l'activité industrielle marque le pas : à 50,9, et bien que toujours en zone d'expansion, l'indice PMI manufacturier recule pour le septième mois consécutif en juin (-11,9 pts en baisse cumulée). L'indicateur avancé relatif aux nouvelles commandes à la production s'enfonce, pour sa part, plus profondément en zone de contraction (43,9 en juin). L'activité industrielle serait, par ailleurs, très exposée à une rupture totale d'approvisionnement en gaz russe (un scénario de plus en plus plausible), puisque 40 % des importations de cette énergie proviennent de Russie. Cependant, l'amélioration des conditions relatives à la logistique mondiale, perceptible à la fois dans les données d'enquête (l'indice PMI italien sur les délais de livraison s'est, par exemple, nettement amélioré en juin) et les données dures¹, couplée à l'allègement des mesures de confinement en Chine, devrait soutenir l'activité industrielle transalpine. La construction montre aussi des signes d'essoufflement, freinée notamment par les pénuries et/ou le renchérissement des matériaux. L'indice PMI pour la construction a baissé fortement entre février (68,5) et juin (50,4). La valeur ajoutée du secteur avait enregistré un rebond très important en 2021 (+21,2%) et à nouveau au T1 2022 (+5,8% t/t).

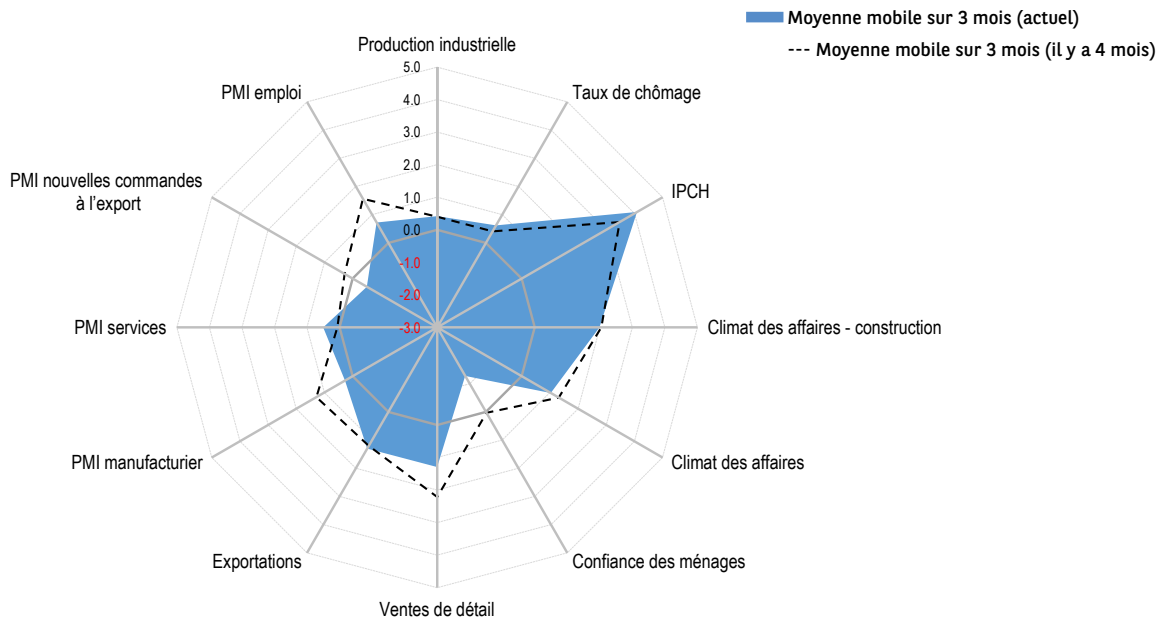
La dynamique du marché du travail est par ailleurs très contrastée et moins positive que la chute du taux de chômage laisse supposer. Ce dernier a baissé constamment depuis octobre 2021 – passant de 9,2% à 8,1% – avec un taux pour les jeunes (15-24 ans) en net repli de 28,7% à 20,5% sur la même période. Cependant, la population active reste encore bien inférieure (de près de 2 %) à son niveau d'avant Covid, ce qui facilite la baisse du taux de chômage.

En parallèle, la guerre en Ukraine et la poussée de l'inflation fragilisent de plus en plus l'unité au sein de la coalition au pouvoir. Après le départ de Luigi Di Maio du parti Cinq Etoiles, lié à des divergences d'opinion sur la gestion du conflit ukrainien, des divisions entre partis ont émergé sur l'avenir du dispositif du « revenu citoyen » (revenu minimal) en place depuis mars 2019. Le climat politique devrait rester tendu jusqu'aux élections législatives, prévues pour juin 2023, ce qui est une source de fragilité pour l'Italie.

Guillaume Derrien

¹ Voir BNP Paribas Ecoweek, baromètre, *Commerce international : quelques signes de relâchement des tensions*, 27 juin 2022

ITALIE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +5. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

13

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine, toujours dynamique malgré une contraction du PIB au T1 2022, est portée par ses moteurs traditionnels que sont la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. La robustesse du marché du travail, qui opère au plein-emploi, soutient les salaires et la consommation des ménages. En revanche, l'inflation, au plus haut depuis 40 ans, réduit fortement le pouvoir d'achat. Et, face à une inflation plus forte et persistante qu'attendu, la Réserve fédérale accélère la remontée de ses taux et réduit la taille de son bilan. Le blocage des ambitions budgétaires du gouvernement, notamment ses volets sociaux et environnementaux, est également un facteur de frein à la croissance. Dans ce contexte, tout en échappant à la récession à court terme, la croissance américaine devrait perdre assez nettement en dynamisme.

CHINE

La contraction de l'activité en avril, provoquée par les confinements imposés dans d'importantes régions industrielles telles que Shanghai, explique la révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2022. La croissance économique se redresse depuis mai et les autorités multiplient les mesures d'assouplissement budgétaire et monétaire. Cependant, les risques baissiers à court terme restent élevés : les exportations vont souffrir du ralentissement de la demande mondiale, la correction du marché immobilier devrait se poursuivre, et la récente dégradation du marché du travail devrait peser sur la consommation privée. L'inflation n'accélère que très modérément.

ZONE EURO

La poussée d'inflation, amorcée depuis début 2021, s'est transformée en choc inflationniste. Cette inflation reste essentiellement énergétique mais elle se diffuse aussi et devient plus persistante au passage. La détérioration des enquêtes sur le climat des affaires est restée d'ampleur limitée jusqu'en mai mais celle de la confiance des ménages est bien plus marquée. Selon nos prévisions, la croissance des prochains trimestres resterait positive mais faible. Le risque de récession à court terme se fait plus sérieux. Si récession il y avait, elle pourrait n'être que "technique" (quelques trimestres de contraction modérée du PIB). Le marché du travail reste robuste et l'économie soutenue par la dynamique conjoncturelle préexistante à la guerre en Ukraine, les mesures budgétaires "anti-inflation", l'excès d'épargne mobilisable en partie et les besoins d'investissement. D'après notre scénario (sans récession), la croissance de la zone euro atteindrait 2,5% en 2022 en moyenne annuelle puis 2,3% en 2023.

FRANCE

La croissance du PIB est entrée en territoire négatif au 1er trimestre 2022 (-0,2% t/t après 0,4% t/t au 4e trimestre 2021) du fait de la forte détérioration de la consommation des ménages (-1,5% t/t). L'augmentation de l'inflation a grevé le pouvoir d'achat des ménages et devrait peser sur les anticipations du T2. L'investissement des entreprises a maintenu sa croissance (0,4% t/t), celles-ci faisant face à des contraintes de capacité. En 2022, nous tablons sur une croissance annuelle de 2,3% (contre 6,8% en 2021) dans un contexte de forte inflation (5,4% attendu en 2022 contre 1,6% en 2021).

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale va poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Le taux final des *Fed funds* devrait ainsi atteindre 3,25 % (borne supérieure de la fourchette cible) vers la fin de 2022. La position ferme de la Fed s'explique par des taux directeurs toujours très faibles dans un contexte d'inflation particulièrement élevée et de robustesse du marché du travail. Une fois que l'économie aura marqué le pas et que l'inflation sera orientée à la baisse, la Réserve fédérale devrait adapter ses indications prospectives en vue d'opérer un atterrissage en douceur. Dans une très large mesure, les rendements des *Treasuries* reflètent déjà la perspective d'un resserrement monétaire. Autrement dit, les niveaux de fin d'année ne devraient guère être différents des niveaux actuels. Pour l'année prochaine, nous tablons sur des rendements légèrement inférieurs avec le ralentissement de la croissance et le repli de l'inflation.

La BCE a annoncé qu'elle mettrait fin à ses achats d'actifs début juillet et qu'elle relèverait son taux de rémunération des dépôts un peu plus tard au cours de ce même mois. Nous prévoyons des hausses de taux de 50 pb lors des réunions de septembre et d'octobre, qui seraient suivies de cinq autres augmentations de 25 pb entre décembre 2022 et septembre 2023. Cela devrait pousser les rendements du Bund à la hausse, mais aussi conduire à un élargissement des *spreads* souverains dans la zone euro.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire au moins jusqu'à la fin du mandat de son gouverneur, Haruhiko Kuroda, au printemps 2023. Nous prévoyons ensuite l'abandon de la politique de taux d'intérêt négatifs et le relèvement de l'objectif de taux à 10 ans.

Nous anticipons un repli significatif du dollar face à l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la perspective d'une divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Selon nos prévisions, le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année. En 2023, le yen devrait s'apprécier étant donné que les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final et que la Banque du Japon devrait resserrer sa politique monétaire.

PIB & INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5.7	2.6	1.9	1.7	4.7	7.5	3.9	2.4
Japon	1.7	1.4	1.1	0.6	-0.2	1.9	1.0	0.7
Royaume-Uni	7.4	3.6	1.5	1.6	2.6	8.0	4.4	2.1
Zone euro*	5.3	2.5	2.3	2.2	2.6	7.9	4.1	2.0
Allemagne	2.9	1.3	2.2	2.3	3.2	8.1	4.6	2.1
France	6.8	2.3	2.1	2.0	2.1	5.9	3.6	1.8
Italie	6.6	2.8	2.0	1.8	1.9	7.7	4.5	1.8
Espagne	5.1	4.1	2.5	2.2	3.0	8.0	3.6	1.7
Chine	8.1	3.7	5.7	5.0	0.9	2.3	3.4	2.5
Inde*	9.3	8.3	6.2	6.5	5.4	7.9	5.9	5.5
Brésil	4.6	1.5	0.0	1.2	8.3	11.0	7.1	4.3
Russie	4.5	-7.0	0.8	0.3	7.1	14.0	10.5	7.6

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
** MISE À JOUR LE 13/06/2022

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50
	Treas. 10a	3.24	3.10	3.20	3.10	3.00
	Z. euro	-0.50	0.25	1.00	1.75	2.00
	Bund 10a	1.66	1.60	1.80	2.25	2.25
	OAT 10a	2.08	2.15	2.38	2.85	2.85
R-Uni	BTP 10 ans	3.57	3.85	4.40	4.65	4.75
	BONO 10 ans	2.75	2.95	3.40	3.75	3.75
	Taux BoE	1.25	2.00	2.50	2.50	2.50
Japon	Gilt 10a	2.46	2.30	2.50	2.65	2.50
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	JGB 10a	0.23	0.24	0.25	0.25	0.45

Taux de change		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
USD	EUR / USD	1.05	1.09	1.12	1.16	1.20
	USD / JPY	135	131	130	125	120
	GBP / USD	1.22	1.25	1.27	1.32	1.36
EUR	EUR / GBP	0.86	0.87	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	141	143	146	145	144

Pétrole		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
Pétrole	USD/baril	113	120	122	125	125

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY
*SCENARIO DE BASE **MISE À JOUR LE 17/06/2022



CALENDRIER ACTUALISÉ

14

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, l'indice PMI des services a bondi, dépassant largement les attentes, en raison de l'assouplissement des restrictions de mobilité liées à la COVID-19. Aux États-Unis, la croissance des commandes de biens d'équipement en mai a légèrement augmenté par rapport au mois précédent, dépassant légèrement les prévisions consensuelles. Le nombre de demandes de crédit immobilier a considérablement diminué et les demandes initiales à l'assurance chômage n'ont guère évolué. Si l'indice ISM des services a légèrement baissé, les chiffres sont, toutefois, meilleurs que prévu. Le rapport sur le marché du travail affiche des données particulièrement solides, avec un grand nombre de nouveaux emplois créés en juin, et ce, bien au-dessus des prévisions du consensus. L'enquête d'EcoWatchers au Japon a enregistré une baisse inattendue, tant en termes d'évaluation de la situation actuelle que des perspectives. En revanche, l'indice PMI des services japonais n'a que peu évolué. Les données de l'indice PMI en France sont ressorties en légère baisse par rapport aux attentes. En Allemagne et dans la zone euro, les chiffres étaient en ligne avec le consensus. Le PMI des services au Royaume-Uni a marqué une hausse, surprenant favorablement. Dans la zone euro, les ventes au détail ont augmenté en mai après s'être contractées en avril, toutefois, cette amélioration a été plus faible que prévu.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
05/07/2022	Japan	PMI des services (Jibun Bank)	Jun	--	54,0	54,2
05/07/2022	China	PMI des services (Caixin)	Jun	49,6	54,5	41,4
05/07/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Jun	54,4	53,9	54,4
05/07/2022	France	PMI composite (S&P Global)	Jun	52,8	52,5	52,8
05/07/2022	Germany	PMI des services (S&P Global)	Jun	52,4	52,4	52,4
05/07/2022	Germany	PMI composite (S&P Global)	Jun	51,3	51,3	51,3
05/07/2022	Eurozone	PMI des services (S&P Global)	Jun	52,8	53,0	52,8
05/07/2022	Eurozone	PMI composite (S&P Global)	Jun	51,9	52,0	51,9
05/07/2022	United Kingdom	PMI des services (S&P Global /CIPS)	Jun	53,4	54,3	53,4
05/07/2022	United States	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	May	0,5%	0,6%	0,5%
06/07/2022	Eurozone	Ventes de détail m/m	May	0,4%	0,2%	-1,4%
06/07/2022	United States	Demandes de crédit	01-juil	--	-5,4%	0,7%
06/07/2022	United States	PMI des services (S&P Global)	Jun	51,6	52,7	51,6
06/07/2022	United States	ISM des services	Jun	54,0	55,3	55,9
07/07/2022	United States	Demandes initiales d'assurance chômage	02-juil	230k	235k	231k
08/07/2022	Japan	Conjoncture (Eco Watchers)	Jun	55,0	52,9	54,0
08/07/2022	Japan	Perspectives (Eco Watchers)	Jun	53,6	47,6	52,5
08/07/2022	United States	Évolution dans l'emploi non-agricole	Jun	268k	--	390k
08/07/2022	United States	Taux de chômage	Jun	3,6%	--	3,6%
08/07/2022	United States	Salaires horaires moyens g.a.	Jun	5,0%	--	5,2%
08/07/2022	United States	Heures hebdomadaires moyennes travaillées (tous personnels)	Jun	34,6	--	34,6
08/07/2022	United States	Taux d'activité	Jun	62,4%	--	62,3%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

15

INDICATEURS À SUIVRE

Comme d'habitude à cette période du mois, beaucoup de données sont attendues en Chine : exportations, importations, production industrielle, prix des logements, ventes au détail, taux de chômage, etc. En outre, nous connaissons les chiffres de l'estimation de la croissance du PIB au deuxième trimestre. Les résultats de l'enquête ZEW seront publiés pour l'Allemagne et la zone euro. Aux États-Unis, l'attention se portera sur la publication du Livre beige, les données relatives à l'inflation (prix à la consommation et à la production) ainsi que sur les chiffres des ventes au détail. Enfin, à la fin de la semaine, nous disposerons du sentiment de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
12/07/2022	Allemagne	Attentes (Enquête ZEW)	Juil.	--	-28
12/07/2022	Allemagne	Situation actuelle (Enquête ZEW)	Juil.	--	-27.6
12/07/2022	Zone euro	Attentes (Enquête ZEW)	Juil.	--	-28
13/07/2022	Zone euro	Production industrielle m/m	Mai	--	0.40%
13/07/2022	États-Unis	Demande de crédit immobilier	Juil.	--	--
13/07/2022	États-Unis	IPC m/m	Juin	1.10%	1.00%
13/07/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Juin	0.60%	0.60%
13/07/2022	Chine	Exportations g.a.	Juin	12.00%	16.90%
13/07/2022	Chine	Importations g.a.	Juin	4.00%	4.10%
14/07/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Juin	0.50%	0.50%
14/07/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juil.	--	--
15/07/2022	Chine	Prix des nouveaux logements	Juin	--	-0.17%
15/07/2022	Chine	Production industrielle g.a.	Juin	4.20%	0.70%
15/07/2022	Chine	PIB g.a.	T2	1.00%	4.80%
15/07/2022	Chine	Ventes de détail g.a.	Juin	0.40%	-6.70%
15/07/2022	Chine	Investissement, cumul annuel, g.a.	Juin	6.00%	6.20%
15/07/2022	Chine	Investissement immobilier, cumul annuel, g.a.	Juin	-4.10%	-4.00%
15/07/2022	Chine	Taux de chômage	Juin	5.70%	5.90%
15/07/2022	États-Unis	Ventes de détail m/m	Juin	0.90%	-0.30%
15/07/2022	États-Unis	Ventes de détail hors véhicules	Juin	0.50%	0.50%
15/07/2022	États-Unis	Utilisation de la capacité	Juin	79.20%	79.00%
15/07/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juil.	50.1	50
15/07/2022	États-Unis	Université du Michigan (conjoncture)	Juil.	--	53.8
15/07/2022	États-Unis	Université du Michigan (attentes)	Juil.	--	47.5
15/07/2022	États-Unis	Université du Michigan (inflation à 1 an)	Juil.	--	5.30%
15/07/2022	États-Unis	Université du Michigan (inflation à 5 ans)	Juil.	--	3.10%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

16

Pays Émergents : D'un choc à l'autre	EcoEmerging	11 juillet 2022
Pérou : des perspectives économiques modérées	EcoTVWeek	8 juillet 2022
Égypte : Nouveau creusement des déséquilibres extérieurs	Graphique de la Semaine	6 juillet 2022
Etats-Unis : Un sentiment de malaise	EcoWeek	4 juillet 2022
Continuons donc de parler climat	EcoTVWeek	1 ^{er} juillet 2022
États-Unis : Que nous dit l'indicateur composite avancé du risque de récession ?	Graphique de la Semaine	29 juin 2022
Zone Euro : Chronique (mouvementée) du compte des ménages européens	EcoFlash	28 juin 2022
Zone euro : comment quantifier un élargissement injustifié des spreads (2^e partie)	EcoWeek	27 juin 2022
France : quand le bâtiment va, tout va	EcoTVWeek	24 juin 2022
États-Unis : nouvelle expérience de resserrement quantitatif de la Fed	Graphique de la Semaine	22 juin 2022
Zone Euro : Comment quantifier un élargissement injustifié des spreads	EcoWeek	20 juin 2022
Indonésie : Fragilisée par la pandémie mais suffisamment solide pour faire face aux nouveaux chocs	EcoConjoncture	19 juin 2022
Portugal : une économie résiliente	EcoTVWeek	17 juin 2022
Afrique du Sud : une reprise économique fragile	EcoConjoncture	16 juin 2022
Europe centrale : renchérissement du coût de financement sur les marchés obligataires	Graphique de la semaine	15 juin 2022
Le coût préoccupant des craintes de récession	EcoWeek	13 juin 2022
Italie : forte baisse du résultat net des banques au premier trimestre 2022	EcoTVWeek	10 juin 2022
Japon : Les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie japonaise	EcoFlash	8 juin 2022
France : aménagement de l'habitat et alimentation en tête des hausses des prix de vente dans le commerce de détail	Graphique de la semaine	8 juin 2022
La narration d'une récession américaine	EcoWeek	7 juin 2022
Continuons de parler de changement climatique	EcoTVWeek	3 juin 2022
Italie : Le ratio des prêts nouvellement non-performants des SNF repart à la hausse	Graphique de la semaine	1 ^{er} juin 2022
Inflation : déplacement de l'attention et des préoccupations	EcoWeek	30 mai 2022
Émirats Arabes Unis : des perspectives économiques favorables	EcoTVWeek	27 mai 2022

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – Zone euro - Climat

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Felix Berte
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anthony Morlet-Lavidalie
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14 anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Perrine Guérin
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change